

МНЕНИЕ ПО ЭМИТЕНТУ

Вторник, 24 июня
J&T BANK об актуальном в мире финансов

X5 Retail Group: Цена агрессивного роста

Кризис кризисом, а кушать хочется... Надеюсь, что потребители будут свято соблюдать указанное правило, российские розничные сети, несмотря на кризис и общее (как свое, так и потребителя) тяжелое финансовое положение, продолжают наращивать торговые площади и свой удельный вес в обороте российской розницы.

Наибольшую активность в деле создания опорных баз для завлечения покупателей в прошлом году развила крупнейшая розничная сеть России – X5 Retail Group.

Ближайшие российские конкуренты (Магнит, Дикси, Копейка, 7Континент) компании увеличили в 2008 году свои торговые площади в среднем на 20%, а X5 – на 43%, сохранив при этом, благодаря своей мультиформатности, приток покупателей на уровне предыдущего (уже ностальгически благополучного) года (+35%).

Однако этот успех достался дорогой ценой. Экспансия проводилась на заемные средства, и в короткие сроки компания взвалила на себя внушительную долговую ношу, которая не замедлила сказаться на рентабельности. С 2006 по 2008 год займы выросли вдвое, доля собственного капитала во вложенном опустилась с 55% до 33%, а (и без того невысокая) чистая рентабельность снизилась с 3% до 1,4%. Кроме того, займы преимущественно привлекались в валюте и на достаточно небольшой срок (на 2-3 года).

Как сейчас стало всем понятно, недооценка валютного и кредитного риска чревата большими проблемами. Попытка сэкономить на дешевых валютных займах обернулась в условиях российской действительности невозможностью (пока технической) вовремя по ним расплатиться. Розничные сети сполна прочувствовали это на себе. И стали принимать соответствующие меры, уповая на сговорчивость кредиторов.

Антикризисный план X5 в отношении долга предусматривает:



Снижение доли валютной составляющей в займах

Замещение краткосрочных займов долгосрочными

Основным средством для реализации указанного плана выбраны рублевые облигации, опыт по размещению которых уже имеется. Но:



Привлечь инвесторов купоном, который был в 2007 году, сегодня просто невозможно. Ведь сама компания предупреждает, что ее чистые активы меньше обязательств по выпуску...

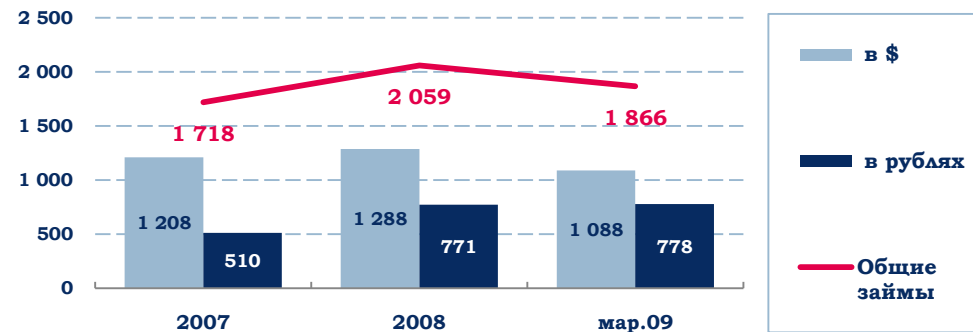
Требуемая инвесторами доходность (купон по новому выпуску составил 18,5%) почти в 10 раз больше рентабельности вложенного в компанию капитала (2,2% на 2008 год)...

ПАМЯТКА: Любишь кататься, люби и саночки возить

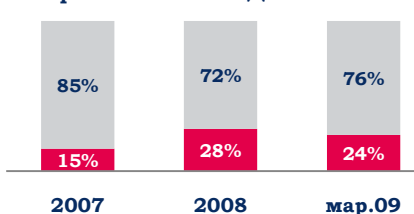
ТЕКУЩАЯ СТРУКТУРА ДОЛГА

X5 Retail Group на внутреннем рынке облигаций			
Номер выпуска	1	4	5
Начало обращения	июль'2007	июнь'2009	III кв.'2009
Объем выпуска, руб.	9 000 000 000	8 000 000 000	8 000 000 000
Купон	7,60%	18,46%	?
Периодичность выплат	2/год	2/год	2/год
Погашение	июль'2014	июнь'2016	III кв.'2016
Оферта	июль'2010	июнь'2011	?
Состояние	В обращении	В обращении	Готовится
Поручитель	ТД "Перекресток"		

Валютная структура займов и кредитов



■ Короткие займы ■ Длинные займы



Структура Вложенного Капитала

	2007	2008	мар.09
Собственный капитал	55%	33%	33%
Займы и кредиты	29%	43%	46%
Прочие обязательства	16%	24%	21%

МНЕНИЕ ПО ЭМИТЕНТУ

X5 Retail Group: Положение в отрасли

Последние 2 года розничная торговля в России росла быстрее экономики в целом – за 2007-2008гг. средний темп роста составил 32%. При этом торгующие организации, используя эффект масштаба и кредитное плечо, росли еще быстрее – на 35%, вытесняя розничные рынки и ярмарки, доля которых в суммарном обороте розничной торговли с 2005 по 2008 год снизилась с 21% до 13%.

В свою очередь, первая пятерка российских ритейлеров увеличивала обороты еще быстрее – в среднем за 2007-2008гг. на 47%. А на самой вершине, как по рыночной доле (около 2% среди торгующих организаций), так и по темпам роста (+73% в среднем за 2007-2008гг.), обосновалась X5. Основными факторами этого успеха стали:



Мультиформатность компании, позволяющая охватить максимально возможное количество групп потребителей

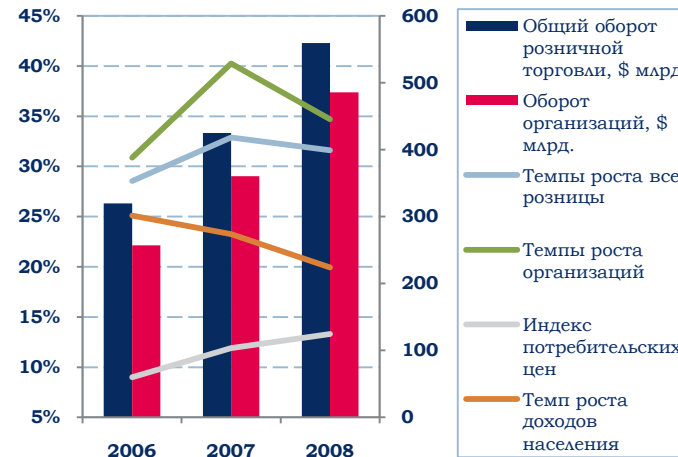
Опережающий рост торговых площадей и количества торговых точек по сравнению с основными конкурентами

Рост потребительских доходов, в частности, позволяющий предлагать потребителям экзотические товары с большей наценкой

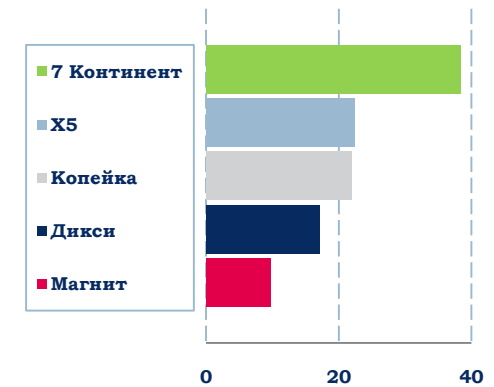
При этом конкуренты, будучи не способными поддерживать взятый X5 темп роста, сосредоточились, главным образом на том, чтобы не потерять свою долю лакомого пирога, растущего на «финансовых дрожжах», взятых в займы. Однако выполнение данной задачи серьезно осложнил кризис.

Ритейлеры, захватывая розничный рынок, довольствуются достаточно низким уровнем операционной рентабельности (чуть выше 5%). Поэтому любое увеличение издержек (например, под влиянием девальвации) без возможности адекватного им увеличения выручки крайне негативно сказывается на способности выжить в критических условиях.

По итогам 2008 года X5 удалось сохранить рентабельность выше среднеотраслевого уровня. При этом защитный интервал (число дней, в течение которых компания способна осуществлять свою текущую деятельность в условиях отсутствия финансовых поступлений), сократившись на 3 дня, остался на среднеотраслевом уровне. Некоторым конкурентам повезло меньше. Отрицательный отрыв Дикси по операционной рентабельности увеличился и компании грозит дефолт...



Защитный интервал, дни



	Торговые площади				Выручка					
	2007		2008		2007			2008		
	Тыс. кв.м.	Прирост	Тыс. кв.м.	Прирост	\$ млн.	Прирост	Доля рынка	\$ млн.	Прирост	Доля рынка
X5	609	31%	874	43%	5 320	90%	1,5%	8 353	57%	1,7%
Магнит	652	25%	824	26%	3 677	47%	1,0%	5 348	45%	1,1%
Дикси	151	18%	191	26%	1 433	44%	0,4%	1 942	36%	0,4%
Копейка	224	72%	250	12%	1 366	46%	0,4%	1 890	38%	0,4%
7 Континент	147	7%	172	17%	1 273	33%	0,4%	1 449	14%	0,3%

ИСТОЧНИК: Отчетность компаний, расчеты J&T BANK

	Эффективность использования торговой площади, \$/кв.м.							
	2007				2008			
	Оборот	Операционная Прибыль	Чистая Прибыль	Operating margin	Оборот	Операционная Прибыль	Чистая Прибыль	Operating margin
X5	8 733	553	236	6,3%	9 557	621	136	6,5%
Магнит	5 641	250	149	4,4%	6 494	376	228	5,8%
Дикси	9 493	309	111	3,3%	10 170	319	-68	3,1%
Копейка	6 100	119	-21	1,9%	7 561	338	-243	4,5%
7 Континент	8 662	772	675	8,9%	8 427	613	494	7,3%
СРЕДНЕЕ	7 726	401	230	5,0%	8 442	453	109	5,4%

МНЕНИЕ ПО ЭМИТЕНТУ

X5 Retail Group: Перспективы развития

Несмотря на кризис, X5 не отказалась от выбранной стратегии роста, но внесла в нее некоторые коррективы. В частности, компания продолжила политику по увеличению торговых площадей, сосредоточившись на формате с самым высоким чеком (гипермаркет) и на самом посещаемом формате (дискаунтер). По итогам первого квартала 2009 года прирост торговых площадей по указанным форматам составил 5,8% и 4% соответственно (прирост торговой площади супермаркетов составил 1,3%).

X5 собирается сократить капитальные вложения вдвое (до \$450 - \$500 млн.), однако это решение представляется верным. Кризис снизил стоимость открытия торговой точки, поэтому планам дальнейшей экспансии это не должно серьезно помешать. При этом, снижение капитальных затрат может впервые за последние 3 года привести к появлению положительного операционного денежного потока на уровне \$250-280 млн., что существенно смягчит традиционную для ритейлеров проблему нехватки оборотных средств.

Мало того, не расширяясь, компания может моментально потерять свою рыночную долю, т.к. в целом розничный рынок еще далек от насыщения – по итогам 2008 года доля первой пятерки российских ритейлеров в обороте торгующих организаций едва достигла 4%. В Европе доля рынка пяти крупнейших розничных сетей составляет 35-70%. Судя по всему, кризис заставит активно расширяться и конкурентов компании. И наиболее серьезным соперником для X5 выглядит Магнит, торговые площади которого лишь на 5-7% уступают X5, а операционная рентабельность также вышла на уровень выше среднеотраслевого. Кроме того, у Магнита очень сильные позиции в регионах, и, учитывая более низкую долговую нагрузку по сравнению с X5, Магниту будет легче сохранить свои позиции в регионах, чем X5 побить своего конкурента.

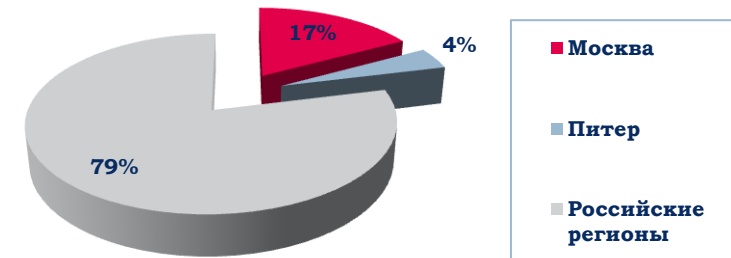
Тем не менее, X5 вполне может продолжать свое расширять свое присутствие в Центральном регионе (в частности, в Москве и Петербурге), что собственно компания и делает – ее «московская» доля рынка увеличилась за 2007 по 2008 год с 3,7% до 4,4%, а «питерская» - с 9% до 11%.

Как видно, перспективы для развития есть. Но. На долю двух столиц приходится около 80% выручки X5. Темпы роста розничной торговли здесь ниже, чем в среднем по стране (21% против 35%). И снижение потребительского спроса в этих «богатых» регионах (что сейчас и наблюдается) может очень сильно ударить по финансовому положению компании. Поэтому от региональной экспансии X5 никуда не деться.

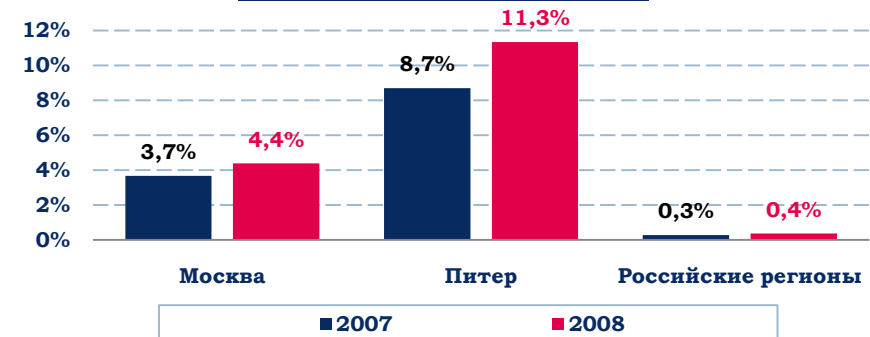
Пожалуй, одним из главных козырей X5 в конкурентной борьбе может стать ее мультиформатность, позволяющая предложить больший ассортимент товаров потребителю и соответственно эффективней использовать имеющиеся торговые площади, средний размер которых более чем в 2 раза больше, чем у ближайшего конкурента – Магнита. Еще одним скрытым резервом является развитие «франчайзи», доля в выручке которых сегодня составляет чуть более 1%, но в перспективе по мере насыщения рынка способна вырасти до более существенных величин.

Дело за «малым» - нужны средства. А привлекать их стало сложно, т.к. долговая нагрузка в отрасли довольно высока. В частности, обязательства у первой пятерки компании в 4,7 раз выше, чем их EBITDA, а долг превышает собственный капитал в 2,9 раз. При этом рентабельность используемого капитала колеблется вблизи нуля.

Общий оборот розницы по регионам в 2008 году



Рыночная доля X5 в регионах



Долговая нагрузка и рентабельность

	Долг/ЕБИТДА	Долг/СК	ROIC	ROE
X5	3,55	2,06	2,2%	4,9%
Магнит	2,48	1,17	11,0%	29,7%
Дикси	6,00	2,58	-1,8%	-5,7%
Копейка	5,35	7,49	-8,1%	-54,2%
7 Континент	5,85	1,15	6,4%	13,7%
Среднее для TOP-5	4,65	2,89	1,9%	-2,3%

ИСТОЧНИК: Отчетность компаний, расчеты J&T BANK

МНЕНИЕ ПО ЭМИТЕНТУ

X5 Retail Group: Что займ грядущий нам готовит?..

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ ЭМИТЕНТА

Готовясь к размещению предыдущего займа, X5 честно предупредила инвесторов, что новый выпуск – необеспеченный и его покупка сопряжена с высокими рисками. В качестве компенсации данных рисков был назначен купон почти в 2,5 раза больший (18,46%), чем по размещенному двумя годами раньше выпуску (7,6%). Иначе нельзя, под честное слово дешево сегодня не разместиться...

При этом рыночная конъюнктура в начале июня была не в пример лучше, чем сегодня. В частности, рынок акций находился рядом с максимумами с начала года, а российские CDS торговались вблизи минимумов (290-300 пунктов). У инвесторов появился аппетит к рискам, который быстро удовлетворялся эмитентами – с начала июня количество размещенных выпусков составило рекордные с июля прошлого года 18 выпусков, увеличившись с начала года в 4,5 раза. X5 успела попасть в эту волну – переподписка по новому 7-летнему выпуску составила 1,5 раза, несмотря на то, что ритейл относится к секторам с повышенным риском дефолта.

На 24 июня ситуация несколько поменялась – рынок акций успел упасть на 20% (что для некоторых участников рынка является сигналом к началу медвежьего рынка), спред по нашим CDS вырос до 380 пунктов (максимум с начала апреля). Кроме того, с 11 по 19 июня произошло 15 дефолтов (11 технических, а 4 – до боли реальных для держателей, два из которых приходятся на торговые организации)!

Тем не менее, потребность в деньгах у X5, думается, не снизилась. Компания анонсировала, что эти займы нужны ей для покрытия текущих краткосрочных обязательств. По отчетным данным краткосрочные займы и кредиторская задолженность составляли \$459 млн. и \$857 млн. соответственно. Полученной за первое полугодие 2009 года операционной прибыли (мы ожидаем около \$200-220 млн.) хватить лишь на 15% от указанных выше краткосрочных обязательств. С учетом проведенного в июне размещения, предполагаемое покрытие составляет 35%. Потребность X5 в свежих займах тем более усиливается, если учесть, что через год компании предстоит погасить по оферте свой дебютный рублевый выпуск на 9 млрд. руб. Кстати, реальный срок обращения июньского и предстоящего выпуска, скорее всего, составит 2 года, а не заявленные 7 лет (с купоном в 18,5% через 7 лет компании придется выплатить сумму в 4,3 большую, чем она сейчас привлекла). Поэтому в интересах компании как можно быстрее погасить эти выпуски.

Поэтому компании придется вновь выйти на долговой рынок, ведь нужно еще и экспансию финансировать, конкуренты-то не дремлют. Главная же интрига будет в предложенном инвесторам купоне.

Улучшение конъюнктуры к осени, скорее всего, позволит компании разместиться несколько дешевле, чем в начале июня – на уровне 16-17%.

Ухудшение конъюнктуры к осени (как это обычно происходит в России) поставит компанию в очень трудное положение. Инвесторы будут требовать еще большую доходность для компенсации своих рисков, поэтому купон в 20% вовсе не станет неожиданностью. Другое дело, захотят ли участники рынка вообще покупать рублевые облигации эмитентов, испытывающих финансовые трудности...

Эмитент	X5 Retail Group		
Сектор	Ритейл		
Bloomberg	FIVE		
Кредитные рейтинги			
Moody's	B1, «Стабильный»		
S&P	BB-, «Стабильный»		
Финансовые потоки, \$ млн. МСФО			
	2009E	2008	2007
Выручка	8 434	8 353	5 320
Динамика	+1%	+57%	+90%
ЕБИТДА	771	768	479
Динамика	0%	+60%	+94%
Чистая прибыль	60	119*	144
Динамика	-50%	-17%	+71%
Чистый Денежный поток	-160	-539	-334
Чистый Операционный Денежный поток	321	-115	-141
Кредитные метрики			
	Март'2009	2008	2007
Долг/ЕБИТДА	3,55	4,24	5,62
Чистый долг/ЕБИТДА	3,45	3,88	5,25
Долг/Собственный Капитал	2,06	1,99	0,83
Краткосрочный долг/Операционная прибыль	0,85	1,10	0,76
Займы и кредиты/ЕБИТДА	2,44	2,71	3,60
Показатели рентабельности			
	2009E	2008	2007
ЕБИТДА margin	9,2%	9,2%	9,0%
Operating margin	6,4%	6,5%	6,3%
ROS	0,7%	1,4%	2,7%
ROE	4,0%	4,9%	4,7%
ROIC	1,3%	2,2%	2,7%
ROA	1,2%	1,9%	2,5%
ИСТОЧНИК: Отчетность эмитента, расчеты J&T BANK			
*Без учета недежного списания по Гудвилу			

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Управление операций на финансовых рынках

Тел.: +7 495 925 2191
Факс: +7 495 697 5824

Россия 121069, Москва
Трубниковский пер., 13 стр. 1

Начальник Управления

Зими́на Элина
Доб. 152

Отдел брокерского обслуживания

Красникова Светлана
Доб. 138

Иванова Олеся
Доб. 116

Анализ рынка

Пискунова Надежда
Доб. 110

Ардеев Андрей
Доб. 123

Настоящий документ подготовлен специалистами Управления операций на финансовых рынках J&T BANK на основе источников, которые мы считаем достоверными. Однако мы не гарантируем полноту и точность использованных в данном материале данных. Характер данного документа является исключительно информационным. Оценки и мнения, содержащиеся в документе, являются частным мнением специалистов Управления операций на финансовых рынках и не должны рассматриваться как предложение к совершению каких-либо операций с ценными бумагами или как руководство к принятию инвестиционных решений или иных действий. J&T BANK не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования информации, содержащейся в данном материале. Инвестирование на российском рынке ценных бумаг несет в себе значительные риски, поэтому инвесторы должны проводить самостоятельный анализ рынка и финансовых инструментов до совершения сделок.

Настоящий материал не может быть воспроизведен, копирован, распространен или изменен полностью или частично без получения предварительного письменного согласия J&T BANK. Дополнительная информация может быть предоставлена по дополнительному запросу в письменном виде. J&T BANK не несет ответственности за несанкционированное использование настоящего документа третьими лицами.